



2016年11月01日

## 增持(首次评级)

当前价: 6.13 元  
 目标价: 6.5 元

### 有色金属行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
 电话: 010-64408937  
 邮箱: wangfenghua@lxsec.com

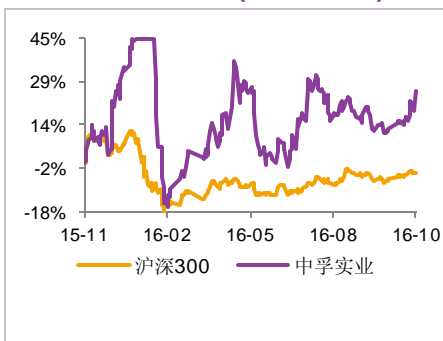
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001  
 电话: 010-64814022  
 邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440  
 邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	9,711.6	12,777	14,290	14,612
(+/-)	0%	32%	12%	2%
净利润	-436	267	350	480
(+/-)	-525%	132%	17%	29%
EPS(元)	-0.25	0.15	0.20	0.27
P/E		43	33	24

资料来源: 联讯证券研究院

## 中孚实业(600595.SH)

# 铝价反弹及深加工投产促业绩增长、拟进军 IDC 促公司二次飞跃

### 投资要点

#### ◇ 煤电铝一体化公司、进军 IDC 前景乐观

公司是河南地区一家煤、电、铝及深加工一体化企业。受益于煤铝价格大幅反弹和新项目陆续投产,公司前三季度净利润大幅增长至 1.74 亿元,同比大幅增长 240%,四季度因煤铝价格仍保持高位,预计全年业绩将大幅改善。同时计划投资 22.64 亿元建设 IDC 数据中心,前景乐观。

#### ◇ 铝: 铝价反弹电解铝业绩改善、28 万吨铝深加工正逐步达产

电解铝: 公司拥有 75 万吨/年电解铝产能,并配套 16 万吨/年碳素产能。上半年,持股 51%的中孚铝业和持股 70%的林丰铝业合计盈利 7,351 万元,去年同期亏损 15,336 万元。我们预计电解铝剔除氧化铝和煤价格的价格全年有望保持在 6000 元/吨以上,高于去年同期 856 元/吨,假设全年产量维持在 27 万吨,则毛利增加高达 23,112 万元。

铝加工: 公司铝加工主要为 18 万吨/年铝棒、6 万吨/年铸轧板和 2 万吨/板带箔。2016 年 28 万吨/年铝热轧、5 万吨/年中厚板铝材项目已投产、正逐步达产,13 万吨特种铝材冷轧生产线已经调试并试生产,产品可广泛应用于船舶、交通、汽车、航空和建筑等领域。新项目上半年已实现 506 万元收益。

#### ◇ 电: 盈利或下降、但仍为公司利润的主要来源

子公司中孚电力拥有 3\*30MW 机组,装机容量 90 万千瓦时。主要为电解铝自用。因上半年煤价较低,发电板块盈利仍较好。下半年因煤价上涨,利润或将有所下滑。但仍为公司利润的主要来源。上半年盈利 10,637 万元,同比增长 33%。9 月 8 日 6 号机组因超低排放改造实施主动停机,利润可能进一步受到影响。基于煤炭价格假设,我们预测全年利润仍有望保持在 25,000 万元水平。

#### ◇ 煤: 价格上涨及转让股权、亏损有望大幅收窄

目前,公司拥有 8 座煤矿,合计产能 305 万吨/年,重新核定后为 256 万吨/年。2015 年公司将盈利状况较差的豫联煤业、广贤工贸和慧祥煤业三家公司 49%的股权等转让给大股东豫联集团,但仍保留盈利能力较强的金岭煤业 100%股权,公司煤炭权益量下降至 190 万吨/年。预计全年煤炭价格较去年上涨 15 元/吨,公司煤炭业务减亏有望达 3040 万元。上半年豫联煤业亏损 9,007 万元,全年预计亏损 14,974 万元,权益亏损 7,636.74 万元。

#### ◇ IDC: 拟 22.64 亿元投资建设 IDC 数据中心、项目前景好

2015 年 7 月公司计划通过非公开发行方式募集 45 亿资金建设河南云计算数据中心项目(22.64 亿元)和偿还债务(26 亿元)。2016 年 2 月进行修订,



2016年8月因定价原则等内容进行调整,申请中止。该项目由公司和蓝汛科技合资公司实施,项目建设周期18个月,完成后可用于出租的机柜数量为12,000个,预计可实现年收入62,726万元,净利润21,278万元。我们认为公司仍会进一步推进该方案。一旦完成,公司将打造新的利润增长极。

◇ **盈利预测及估值:目标价“6.5元/股”、投资评级“增持”**

基于上述假设,我们预计2016E/2017E/2018E公司的归属净利润分别为267百万元/350百万元/480百万元,对应的EPS分别为0.15元/0.20元/0.27元,可以给予公司对应的PE分别为43倍/33倍/24倍。目标价为6.5元/股,投资评级“增持”。

◇ **风险提示**

煤铝价格下跌风险、新项目投产进度不及预期、定增项目进展不及预期、管理经营风险、负债率过高风险


**图表2: 公司业绩价格弹性**

栏目	指标	单位	2015A	2016E	2017E	2018E	产品价格变化				
							-20%	-10%	0%	10%	20%
电解铝(长江 A00)	年均价	元/吨	12,068	12,341	13,000	12,500	9,873	11,107	12,341	13,576	14,810
煤炭(Q5500 动力煤)	年均价	元/吨	427	451	520	500	359	404	449	494	539
氧化铝(河南一级)	年均价	元/吨	2,453	1,994	2,400	2,200	1,595	1,795	1,994	2,193	2,393
铝加工	售价	元/吨		11,548	12,111	11,684	9,439	10,493	11,548	12,603	13,658
电解铝	售价	元/吨		10,548	11,111	10,684	8,439	9,493	10,548	11,603	12,658
铝加工	生产量	万吨	42	50	60	65	50	50	50	50	50
电解铝	生产量	万吨	27	27	27	27	27	27	27	27	27
铝加工	吨成本	元/吨	10,057	9,212	9,703	9,330	7,369	8,291	9,212	10,133	11,054
电解铝	吨成本	元/吨	9,816	9,188	10,179	9,756	8,103	8,641	9,179	9,716	10,254
铝加工	收入	百万元	4,459	5,774	7,267	7,594	4,719	5,247	5,774	6,302	6,829
电解铝	收入	百万元	2,801	2,848	3,000	2,885	2,278	2,563	2,848	3,133	3,418
贸易	收入	百万元	1,009	5,366	5,366	5,366	5,366	5,366	5,366	5,366	5,366
电	收入	百万元	268	283	283	283	283	283	283	283	283
煤炭	收入	百万元	125	132	152	146	105	118	131	145	158
蒸汽	收入	百万元	35	45	45	45	45	45	45	45	45
内部抵销	收入	百万元		-3,131	-3,283	-3,168	-2,562	-2,846	-3,131	-3,416	-3,701
铝加工	成本	百万元	4,217	4,606	5,822	6,065	3,685	4,145	4,606	5,066	5,527
电解铝	成本	百万元	2,677	2,481	2,748	2,634	2,188	2,333	2,478	2,623	2,769
贸易	成本	百万元	1,001	5,326	5,326	5,326	5,326	5,326	5,326	5,326	5,326
电	成本	百万元	150	172	172	172	172	172	172	172	172
煤炭	成本	百万元	207	159	159	159	159	159	159	159	159
蒸汽	成本	百万元	23	24	24	24	24	24	24	24	24
铝加工	毛利	百万元	242	1,168	1,445	1,530	1,035	1,101	1,168	1,235	1,302
电解铝	毛利	百万元	124	367	252	251	91	230	370	509	649
贸易	毛利	百万元	7	39	39	39	39	39	39	39	39
电	毛利	百万元	118	111	111	111	111	111	111	111	111
煤炭	毛利	百万元	-82	-27	-7	-13	-54	-41	-28	-15	-2
蒸汽	毛利	百万元	13	22	22	22	22	22	22	22	22
<b>收入</b>	<b>合计</b>	<b>百万元</b>	<b>8,697</b>	<b>11,317</b>	<b>12,830</b>	<b>13,152</b>	<b>10,235</b>	<b>10,776</b>	<b>11,316</b>	<b>11,857</b>	<b>12,398</b>
<b>成本</b>	<b>合计</b>	<b>百万元</b>	<b>8,275</b>	<b>9,638</b>	<b>10,969</b>	<b>11,213</b>	<b>8,993</b>	<b>9,314</b>	<b>9,635</b>	<b>9,956</b>	<b>10,277</b>
<b>毛利</b>	<b>合计</b>	<b>百万元</b>	<b>422</b>	<b>1,679</b>	<b>1,860</b>	<b>1,939</b>	<b>1,242</b>	<b>1,462</b>	<b>1,681</b>	<b>1,901</b>	<b>2,120</b>

资料来源: 联讯证券

备注: 收入仅为部分主营业务收入, 假设蒸汽业务没有价格弹性, 内部抵销数据为根据历史数据简单估计



## 附录：公司财务预测表

资产负债表 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	5,412	8,228	8,295	8,983	经营活动现金流	916	1,869	1,744	1,509
现金	2,718	4,472	5,001	5,114	净利润	-1,119	357	420	540
应收票据及账款	343	582	452	606	折旧与摊销	548	661	711	711
预付账款	410	732	548	757	财务费用	1,076	950	919	798
其他应收款	471	471	471	471	投资损失	-8	13	10	10
存货	1,212	1,713	1,565	1,777	营运资本变动	-157	584	-353	-254
其他	258	258	258	258	其他	577	-696	37	-296
非流动资产合计	19,613	18,265	17,554	16,813	投资活动现金流	535	79	25	25
长期股权投资	430	417	407	397	资本支出	0	140	0	0
固定资产	11,816	11,534	14,468	14,050	长期投资	0	0	0	0
在建工程	3,314	3,322	0	0	其他	535	219	25	25
无形资产	2,409	2,096	1,783	1,470	筹资活动现金流	-1,122	-657	-1,240	-1,421
其他	1,643	896	896	896	短期借款	2,146	2,371	1,975	1,272
资产总计	25,025	26,493	25,849	25,796	长期借款	4,886	4,886	4,886	4,886
流动负债合计	13,820	14,989	13,926	13,333	其他	-8,154	-7,915	-8,100	-7,580
短期借款	3,174	3,399	3,003	2,300	现金净增加额	329	1,291	529	113
应付票据及账款	7,219	7,800	7,500	7,200	经营活动现金流	916	1,869	1,744	1,509
预收账款	553	1,118	751	1,160	<b>主要财务比率</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
其他	2,874	2,672	2,672	2,672	成长能力				
非流动负债合计	5,502	5,444	5,444	5,444	营业收入	0%	32%	12%	2%
长期借款及债券	4,886	4,886	4,886	4,886	营业利润	-110%	125%	39%	30%
长期应付款	558	558	558	558	归属母公司净利润	-525%	132%	17%	29%
其他非流动负债	58	0	0	0	获利能力				
负债合计	19,322	20,433	19,370	18,777	毛利率	5%	14%	13%	14%
少数股东权益	939	1,029	1,099	1,159	净利率	-12%	3%	3%	4%
归属母公司股东权益	4,763	5,031	5,380	5,860	ROE	-9%	5%	6%	8%
负债和股东权益合计	24,765	26,493	25,849	25,796	ROIC	-3%	7%	7%	7%
<b>利润表 百万元</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	偿债能力				
营业收入	9,711.60	12,777	14,290	14,612	资产负债率	77%	77%	75%	73%
营业成本	9,240.98	11,044	12,375	12,619	流动比率	0.43	0.55	0.60	0.67
营业税金及附加	19.32	32	36	37	速动比率	0.32	0.42	0.46	0.52
销售费用	25.61	49	50	51	营运能力				
管理费用	334.51	358	386	395	总资产周转率	0.39	0.48	0.55	0.57
财务费用	893.34	950	919	798	应收帐款周转率	28.33	21.93	31.59	24.12
资产减值损失	499.14	-50	-10	20	存货周转率	7.63	6.45	7.91	7.10
公允价值变动净收益	-0.06	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	8.36	-13	-10	-10	每股收益	-0.25	0.15	0.20	0.27
营业利润	-1,309.60	382	524	683	每股经营现金	0.53	1.07	1.00	0.87
营业外收入	25	95	30	30	每股净资产	2.73	2.89	3.09	3.37
营业外支出	9	14	0	0	估值比率				
利润总额	-1,276	463	554	713	P/E		43	33	24
所得税	-157	107	133	173	P/B	2.4	2.3	2.1	1.9
净利润	-1,119	357	420	540	EV/EBITDA	163.09	9.64	9.06	8.60
少数股东损益	-684	90	70	60					
归属母公司净利润	-436	267	350	480					
EBITDA	117	2,010	2,102	2,138					
EPS(元)	-0.25	0.15	0.16	0.18					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)